

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 200208105

UDC \_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

# 中美证券私募发行法律制度比较研究

## Research on Comparison of Chinese and America Legal System of Private Placement

秦 浩 梁

指导教师姓名: 李国安 教授

申请学位级别: 硕士

专 业 名 称: 国际法

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2005 年 5 月

# 内容摘要

证券私募发行是针对特定人群发行证券的行为。我国目前证券私募发行非常普遍，但纠纷频繁，亟需规范。

本文认为，一个完善的私募发行法律制度必须解决两个问题：发行人与投资者之间信息困境问题和“私募公募化”问题。对美国证券私募发行具体法律制度的分析表明，它通过法定豁免和安全港豁免两种豁免规则，从投资者资格、发行人信息披露、非公开发行方式要求、人数标准的意义、合并及灵活的转让规则等方面综合规范私募发行，很好地解决了这两个问题。

以此标准衡量我国私募发行法律现状，本文认为我国目前私募发行缺乏有效法律规范，已有的法律规范难以解决上述两个问题，而美国私募发行法律制度则可以为我国建立私募发行法律制度起到重要的借鉴作用。

本文从五个方面分析了美国私募发行法律制度对于我国的借鉴意义：狭窄的证券定义、证券发行注册制与审核制的冲突、缺乏非公开发行机制、难以调查投资者信用情况和缺乏合适的私募证券转售机制。认为我国目前尚无私募的法律概念，现有《证券法》和《公司法》仅对证券公开发行机制作出规定，在对其进行修改前，应通过行政规章的方式针对各类证券私募发行行为分别加以规范，且应以解决信息困境和私募公募化问题为中心。而全面的私募发行法律制度的建立，则必须对《证券法》和《公司法》作出相应的修改。

**关键词：**注册豁免；信息困境；私募公募化

# Abstract

Private placement means the issuing of securities to a specific group of persons. Currently private fund as a means of private placement is a very common domestic phenomenon. Lacking the concept of private placement in the domestic laws, how to establish a legal system to regulate private placement which is almost in a legal vacuum is a problem the answer to which need to refer to the sophisticated legal systems on private placement abroad.

This dissertation, after an analysis on the legal conditions on the private placement in the US, finds that there are two problems a perfect legal system on private placement has to cope with. First, there is a dilemma of information dissymmetry between the issuer and the investor. The issuing of securities is a deal between the issuer and the investor, and short of the protection from the registration system, only the symmetry of information between the issuer and the investor can we make the deal between them an equal one. Second is the publicizing of private placement. Preventing the publicizing of private placement is a key point in the regulation of private placement.

Keeping these problems in mind while considering the current status of the Chinese legislations on private placement, we can find that the legislators have not established the notion of private placement. The lack of considerations on these two problems in the current legal system leads to the insufficiency on the protection of investors and the rampant phenomena of publicizing of private placement. About this, we can learn a lot from the American experience.

We can learn from the American experience in the following five perspectives at least: the narrow definition on securities, the conflict between

registration and approval of issuing, the lack of a mechanism on private issuing, the difficulties for the investigation of the investors' credits, and the lack of a proper resale mechanism for the private placement. There is a vacuum on the definition of private placement in the current Chinese legal system, and the current Securities Law and Corporation Law only makes provisions on public issuing of securities. Before amending the current Securities Law and Corporation Law, we can only regulate the various private placements by administrative regulations which should centre on the handling of information dilemma and the publicizing of private placement. If we are to establish an all-sided legal system on private placement, the amendment of the Securities Law and Corporation Law is a must which is depended upon the extent of the development of the Chinese securities market and the development of the supervisory capabilities of the supervisory institution.

**Keywords:** Registration Exempt; information dilemma information;  
Publicising of Private Placement

# 目 录

前 言 .....	1
第一章 美国私募发行法律制度 .....	4
一、证券发行法律制度与相关概念辨析 .....	4
(一) 证券的定义 .....	4
(二) 关于证券发行、承销和交易 .....	6
二、美国证券私募发行具体法律制度评析 .....	9
(一) 私募的定义 .....	9
(二) 私募条件在法律体系中的位置 .....	9
(三) 对私募条件的进一步分析 .....	10
(四) 信息困境的解决 .....	13
(五) 防止私募公募化的努力 .....	18
第二章 我国私募发行的实践和存在的法律问题 .....	24
一、股票私募发行的基本法律问题 .....	25
二、债券私募发行的基本法律问题 .....	28
三、基金份额私募发行的基本法律问题 .....	29
四、资金信托计划的私募发行的基本法律问题 .....	32
五、其他证券私募发行的基本法律问题 .....	34
第三章 对于借鉴美国私募发行法律制度的若干思考 .....	37
一、现有证券定义限制了私募发行法律制度的适用范围 .....	37
二、证券发行核准制影响着私募发行的吸引力和实际效果 .....	40
三、缺乏非公开发行规范使私募难以区分公募 .....	43
四、缺乏个人信用档案, 难以通过财产方式确认合格投资者 .....	47
五、缺乏私募性质证券转让规范使私募面临公募化危险 .....	49

## 目 录

---

结    语 .....	53
参考文献 .....	55

厦门大学博士论文摘要库

# Contents

<b>Preface .....</b>	<b>1</b>
<b><u>Chapter 1</u> Private Placement in the U. S. A. ....</b>	<b>4</b>
<b>Subchapter 1 Legal Framework of Security Issuing and Some Related Concepts .....</b>	<b>4</b>
Section 1 Definition of a Security .....	4
Section 2 Issuing, Underwriting and Trade of Securities .....	6
<b>Subchapter 2 Analysis of the Concrete Provisions Regulating Private Placement in the American Law .....</b>	<b>9</b>
Section 1 Definition of Private Placement .....	9
Section 2 Requirements for Private Placement in the Law System .....	9
Section 3 Further Analysis on the Requirement for Private Placement .....	10
Section 4 Solution to the Information Dilemma .....	13
Section 5 Preventing the Publicising of Private Placement .....	18
<b><u>Chapter 2</u> Practical and Legal Problems of Private Placement in China .....</b>	<b>24</b>
<b>Subchapter 1 Some Basic Legal Problems Concerning Private Placement of Stocks .....</b>	<b>25</b>
<b>Subchapter 2 Some Basic Legal Problems Concerning Private Placement of Bonds .....</b>	<b>28</b>
<b>Subchapter 3 Some Basic Legal Problems Concerning Private Placement of Funds .....</b>	<b>29</b>
<b>Subchapter 4 Some Basic Legal Problems Concerning Private Placement of Trusts .....</b>	<b>32</b>

Subchapter 5 Some Basic Legal Problems Concerning Other Kinds Of Private Placement.....	343
<b>Chapter 3 Reflection on the Reference to American System of Private Placement .....</b>	<b>376</b>
Subchapter 1 The Present Definition of a Security Confines the Application of the Transplanted Legal System.....	376
Subchapter 2 The Approval Rule of Securities Issuing Impacts the Attractiveness and Practical Effect of Private Placement .....	39
Subchapter 3 The Absence of Concept of Non-Public Issuing Makes It Difficult to Distinguish Between Public Issuing and Private Placement.....	432
Subchapter 4 The Lack of Individual Credit Record System Makes It Hard to Distinguish the Proper Investors by Property Owned by them.....	476
Subchapter 5 The Lack of Provisions Regulating the Transfer of Securities Privately Placed.....	498
<b>Conclusion .....</b>	<b>531</b>
<b>Bibliography .....</b>	<b>5353</b>



## 前 言

私募发行，作为与公募发行相对的一个概念，简单的说，就是指针对特定人群的证券发行行为。与公募发行相比，私募发行具有低成本高效率的优点，同时由于缺乏相对有力的第三方监管，具有较大的投资风险。作为一种融资渠道，私募发行在中小企业融资，尤其是风险投资领域得到广泛运用。

目前，我国法律上并无私募发行的概念，但具有私募性质的证券融资行为却日益普遍，随之引起的纠纷不断，危害着社会稳定。缺乏必要的法律规制是重要原因。法律的真空，使私募发行活动总是处于合法与非法之间，使发行人和投资者面临极大的法律风险。从市场现状看，中小企业融资难，高科技企业发展面临资金瓶颈，大量具有强烈投资愿望的富有投资者和机构投资者的出现，公开证券市场的疲软都客观要求能够通过具有独特融资优势的私募发行来实现企业发展、资本增值。美国耶鲁大学陈志武教授认为“在今后相当一段时间内，给中国企业与创业者提供资金的主力军应当是非公众的民间融资渠道，包括私募股权投资公司、创投基金、富有的个人、钱庄和其他由少数人合资的投资机构”。<sup>1</sup>既然市场有此需求，我们所需要的应当是完善法律、满足市场需求。

所谓他山之石，可以攻玉。现在全球私募发行法律制度发展最为成熟的是美国，近百年的发展使其在私募发行领域在保留私募发行特定优势的前提下，充分实现了投资者和融资者之间的利益平衡。因此，美国的私募发行法律规定将成为本文的研究蓝本。从上世纪八九十年代始，我国台湾

---

<sup>1</sup> 陈志武，法治水平不高时不宜对公众证券市场期望过多[J]，财经，2002，(23)：41。

地区通过对美国私募发行法律制度的借鉴，建立了自己的私募发行制度。考虑到我国台湾与大陆皆为同一法系，因此，台湾的法律引进经验是本文的重要参考对象。

经过对已有文献的搜索、阅读，郭雳所著的《美国证券私募发行法律问题研究》系统地介绍评析了美国的私募发行法律制度。基于对该著作所采用资料的真实性确认，本文直接使用了该书的一些翻译资料。此外焦津洪教授所著《中国股票非公开发行研究——以美国法为视角》（2002）为本文提供了大量的我国证券市场早期的私募发行的立法和实践资料。最近两年的发展资料则见于各类媒体，尚无专门研究文献。美国的相关法律资料除来自于国内已有的翻译介绍之外，主要来源于 James D. Cox、Robert W. Hillman、Donald C. Langevoort 所著《securities regulation—cases and materials》和 Lexis-Nexis 网站；我国台湾地区的资料则主要来自于王文宇所著《新金融法》和证券暨期货法令判解查询系统网站。通过对上述文献资料的阅读发现，国内关于私募发行的法律制度的研究尚处于了解国外立法阶段，缺乏对制度引进的研究；此外，对于国内最近几年的私募发行的实践也无相关研究：这两方面将因此成为本文的重点。

比较研究将是本文重要的研究方法。通过对先进制度的分析研究，构成国内相关制度自我审查和发展的重要借鉴。此外，“以史为镜”，对立法史和私募发行实践历史的考察也是本文重要方面。最后，在制度的选择和建立、发展的过程中，经济学的分析模式能够给出清晰的推理，虽然片面，但却更为深刻。

本文的结构分为三大部分，第一部分主要介绍评析美国的现有私募发行法律制度；第二部分主要是对我国目前私募发行实践的梳理，并对存在的主要法律问题加以论述；第三部分是对我国借鉴美国私募发行法律制度的若干思考，笔者选取了关于私募发行的五个重要方面进行论述。本文的

主要观点是认为一个完善的私募发行制度必须能够解决私募发行过程中发行人与投资者之间信息不对称的困境和发行过程中私募公募化问题，我国目前的私募发行法律规范现状需要引进外国先进法律制度，但现有的公司、证券法律制度构成了引进国外私募发行法律制度的重大障碍。考虑到我国目前的证券市场发展情况，现阶段更为可行的办法是以解决上述两问题为中心，建立不同证券种类的私募发行制度，为今后真正建立全面的证券私募发行制度作好准备。

# 第一章 美国私募发行法律制度

他山之石，可以攻玉。

在进入本国私募发行法律制度的建构之前，我以为首先研习他国的已有成功经验是必要的。通观目前世界上在证券私募发行方面的成就，无疑以美国为最；日本和台湾地区的私募发行制度也源于美国，但二者都针对本国情况作了相应的改变。由于本人所掌握的资料有限，无法涉及其他国家和地区的私募发行法律制度，但考虑到我国证券法制度多向美国学习，这样的缺陷并不影响本文的立论。

研究美国证券私募发行法律制度，必须首先清晰“证券”、“证券发行”的含义以及私募发行法律规范在美国证券法中所处的位置。鉴于中美证券法律制度的重大差异，本文的美国的证券私募发行法律制度将从厘清这些概念开始。

## 一、证券发行法律制度与相关概念辨析

### （一）证券的定义

美国的证券范围非常广。1933年《证券法》2条（a）款列举了大量的证券种类，<sup>2</sup>凡符合此款所列举的证券特征，都将被视为证券。但此款

---

<sup>2</sup> See 《Security Act》 of 1933, Section 2(a): The term "security" means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, pre-organization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee

并非穷尽式列举，对于那些表面上并非此款列举证券的金融工具，也可能被认定为证券。1933《证券法》将确认证券的权力交给了SEC和法院。一般而言，法院在认定一项金融工具是否为证券的时候，首先看其是否属于此款所列举的证券，如果不在此款列举范围内，则通过“荷威标准（howey test）”<sup>3</sup>判断其是否属于投资合同（investment contract）。在判断的过程中，法院更看重该项金融工具的经济现实，而非其形式。<sup>4</sup>因此，有些金融工具尽管表面上符合《证券法》2条（a）款列举的范围，如票据，但若自身性质并不符合一般证券属性或不需要证券法的保护的话，也不会被认定为证券。目前，美国联邦法院尚未发展出一项统一的认定证券的方法，但至少有两个因素会被考虑：投资者是否将资金委托他人管理和投资者是否面临对受托人集体监管的实质困难。<sup>5</sup>

此外，如果一项证券满足1933年《证券法》3条（a）款（2）-（8）项的规定，那么它们的发行和销售将获得注册豁免——即其发行和销售将免于在SEC进行注册，并免于履行注册程序下的相关义务。这些证券被称为豁免证券，一般是那些由于发行人的性质，证券的发行和销售已处于其他法律和监管机构的严格规制之下，欺诈可能性小的证券，如银行类证券和信托类证券；或是由于证券发行主体风险小的证券，如政府发行的债券；或是证券出售范围有限，通过针对公众的注册程序的充分信息披露机制来保护缺乏针对性的证券。<sup>6</sup>

从上述内容看来，美国证券种类基本包含了经济社会中所有被普遍认

---

of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

<sup>3</sup> “荷威标准”，即辨别某项交易（计划）是否属于“投资合同”，要看其“是否涉及向普通企业进行投资，期望完全通过他人的努力获取利润”，包含四大要素：钱财投资（investment of money），普通企业（common enterprise），利润预期（expectation of profit），完全他人努力（solely from the efforts of others）。除此之外，该检验还被用于对商业组织如合伙，有限责任公司，有限合伙等证券属性的检测。

<sup>4</sup>郭雳．美国证券私募发行法律问题研究[M]．北京：北京大学出版社，2004．14．

<sup>5</sup>Alan R. Palmiter. Securities Regulation[M]. Beijing:CHINA FANGZHENG PRESS 2003. 35.

<sup>6</sup>郭雳．美国证券私募发行法律问题研究[M]．北京：北京大学出版社，2004．49．

为具有证券属性的金融工具，这意味着证券法律的适用范围极其广泛，也意味着证券私募发行法律的广泛适用性。此外，针对某些特殊证券给予的注册豁免，是美国立法者便利融资的重要措施，这点在私募发行中体现尤为明显。

## （二）关于证券发行、承销和交易

证券发行并不是一个简单的“一手交钱，一手交货”的过程。关于发行的定义直接决定了相关法律规范的适用范围。此外，发行离不开承销，二者如何区分，发行人、承销商和证券监管部门及证券投资者之间的关系对于完成一次合法的发行至关重要。当证券初次发行完毕后，随后就可能出现证券的转让，因此构成证券交易的二级市场。这三个概念可以说是证券制度的核心。

关于发行，美国 1933 年《证券法》并未直接界定“发行”的概念，而仅有“发行人”之定义。<sup>7</sup>美国证券法对发行的规范以注册登记为基本原则，以豁免注册发行为例外，私募发行即为一重要例外。以注册发行为例，其大致可分为三个阶段：证券登记说明书上报前阶段、等待证券登记说明书被登记阶段和证券登记书生效阶段。<sup>8</sup>三个阶段的规范紧紧围绕着证券“销售”展开，此销售包括“一切销售合同或者为获利而对证券或证券权益的处置”，为此而进行的要约、要约邀请和出售，甚至劝诱等行为都将会被认定为发行行为。这里的要约含义已大大超越了普通法上的要约含义。具体来说，在三个阶段中发行人（包括其代理人）所受到的限制是不一样的：在证券登记说明书上报前阶段，不得进行任何促销活动；在等待证券登记说明书被登记阶段，此阶段的要约不得具有普通法上要约之效力，禁止发送最终招股说明书（final prospectus）；证券登记说明书生

---

<sup>7</sup> See 《Security Act》 of 1933, Section 2(a)(4)

<sup>8</sup> 莱瑞·D·索德奎斯特. 美国证券法解读[M]. 胡轩之、张云辉译, 北京: 法律出版社, 2004. 40-74.

效后，证券交付之前，必须已派送过最终招股说明书副本，若此前已派送过初始招股说明书（preliminary prospectus），则必须补齐内容以达到最终招股说明书的水平。<sup>9</sup>从中可以看出美国证券法规范所采纳的方法就在于通过对发行人提供信息的传递方式和内容水平的规制来实现对证券市场的监管。对私募发行的监管也采用同样的方法。

关于承销，证券发行人往往缺乏足够的融资专业经验和资力，因此一般需要专业的证券发行辅助机构的帮助。这些辅助证券发行人发行证券的专业机构就是承销商，它们的辅助行为被称为承销。美国证券法中仅有对承销商的定义，要求承销商都必须在SEC进行注册登记。承销商的范围非常广，不仅包括证券公司本身，还包括受发行人控制代理证券发售的人；直接或间接参与推销、出售或承购证券的人；为转售而从发行人处购买证券的人。这样的定义使个人投资者也有成为承销商的可能。从与发行人的法律关系角度来看，承销商包括三类人：(1)发行人的代理人，即以发行人的名义从事与证券发售（distribution）有关的要约或出售行为；(2)以证券发售为目的从发行人处购买证券的人，包括具有转售目的的对限制性证券<sup>10</sup>的转售；(3)发行人的关系人，这类人如果向公众投资者转售控制性证券，将被视为承销商。<sup>11</sup>其中后两类人表明在证券二级市场上也可能存在承销商，这是与我国概念不同的地方。美国证券法律要求承销商都必须在SEC进行注册登记，因此许多证券公司和初始投资者都倾向于避免被认定为承销商，尤其对于私募发行而言。

关于交易，美国证券法上仍然只有交易商（dealer）的概念，指那些为了自身利益而买进或卖出证券的证券公司，在这个过程中证券公司获得

<sup>9</sup> 美国证券法关于发行的规范很细致，正文所述由于篇幅所限仅介绍了框架，其中还有大量例外，在此不一一介绍。

<sup>10</sup> 所谓限制性证券，指经过非公开发行获取的证券，获得的渠道一般包括1933年《证券法》4（2）的私募发行；符合D条例转售限制的发行；符合规则144A条件的交易等。

<sup>11</sup> 所谓控制性证券，指由发行人关系人所有的证券，该关系人通过拥有证券、签订合同或其他方法得以控制发行人管理层或发行人经营决策的人。

或丧失证券所有权。由于在某些交易中证券公司会被认定为承销商，为避免将承销商与交易商混淆，证券法律特地规定了交易商不得具有投资意图，交易商不得主动要求投资人的指令。此外，还存在经纪商（broker），指那些作为客户中介而买进或卖出证券的证券公司，自身不取得或丧失证券所有权。在 1933 年《证券法》中经纪商是出现在交易商的定义之下，但美国实务界普遍将二者分开。

### 3、豁免交易

前文提到有些证券可以因其自身的性质在发行和交易过程中免于在 SEC 的注册登记，这些证券被称为豁免证券。同时，美国 1933 年《证券法》也就某些交易给予了相同的豁免规定。这些交易一般可分为两类：一类侧重证券发行，包括仅为交换而进行的发行豁免（3 条(a)款（9）项）、州内发行豁免（3 条（a）款（11）项）、小额发行豁免（3 条(b)款，4 条（6）款）、小企业投资公司发行豁免（3 条c款）、不涉及公开发行之发行人的交易（4 条（2）款）、针对特殊房地产证券的豁免（4 条（5）款）等。这类发行都具有一定的特殊性，要么风险控制较好，要么已有其他监管机构的监管，要么对公共利益和投资者保护要求较低。一类侧重证券交易，包括非证券发行人、承销商、交易商所为的交易（4 条（1）款）、交易商的交易豁免（4 条（3）款）、经纪商的交易豁免（4 条（4）款）等。这样的分类并非绝对，二者紧密的联系在一起，如本文所涉及的私募发行（仅针对 4 条（2）款）。此外，美国 SEC 可在符合公共利益和投资者保护原则的基础上，给予任何或任何一类的人、证券和交易以豁免。<sup>12</sup>

由于证券注册会给发行人或交易商带来更多的成本，因此豁免在一定程度上是美国证券立法者和监管者对证券融资者的一种优惠和福利。私募发行作为豁免交易的一种，对它的规置都紧紧围绕着豁免而展开。如果发

---

<sup>12</sup> See 《Security Act》 of 1933, Section 28



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库